

ФОРМУВАННЯ РИНКУ КАПІТАЛІВ УКРАЇНИ ТА ШЛЯХИ ЙОГО ВЗАЄМОДІЇ З КРАЇНАМИ СПІВДРУЖНОСТІ НЕЗАЛЕЖНИХ ДЕРЖАВ (СНД)

В Україні проблема становлення повноцінно функціонуючого фінансового ринку та ринку капіталу, орієнтованого на задоволення потреб розширеного фінансування реального сектору, є особливо актуальною. Упродовж докризового періоду ринок капіталу активно розвивався – банки, страхові та пенсійні фонди, фондовий ринок пройшли стадію свого становлення, а також наростили активи, підвищили фінансову стійкість. Однак ці позитивні зрушення не супроводжувалися адекватною трансформацією реального сектору економіки, що зумовило неузгодженість процесів формування національних заощаджень та інвестицій. Так, впродовж 2006–2008 рр. середньосвітові показники частки заощаджень у ВВП становили 23,9, 24,4, 24,2% від ВВП, інвестицій – 23,2, 23,7, 24,0% від ВВП відповідно. У США частка національних заощаджень у ВВП у 1995–2002 рр. була на рівні 16,9%, у 2004–2007 рр. – коливалася на рівні 13–15% ВВП (11,9% у 2008 р.), що вважається еталонним значенням. В окремих країнах, особливо тих, що активно розвиваються, частка заощаджень у ВВП сягала 35% ВВП, інвестицій – 30% [1, с. 217].

Процес становлення і особливості функціонування фінансового та фондового ринків постійно привертала увагу науковців Росії та України: С. Архієреєва [2], О. Барановського [3], П. Беленького та О. Другова [4], О. Делі та І. Дорошенка [5], С. Захаріна [6], В. Корнеєва [7], І. Лютого та В. Міщенко [8], С. Науменкової та С. Міщенко [9], В. Ляшенка та К. Павлова [10] та багатьох інших. Незважаючи на всебічне висвітлення особливостей функціонування як глобальної фінансової системи, так і фінансового ринку України, окремі *диспропорції розвитку ринку капіталу залишалися поза увагою вітчизняних науковців*. Мета даної статті – дослідження структурних особливостей ринку капіталу в Україні, зокрема таких його сегментів як ринок цінних паперів і банківського кредитування; окреслення на цій основі напрямів і завдань побудови в Україні ефективно функціонуючого ринку капіталу.

З урахуванням істотності відмінностей природи та функціональних можливостей різних видів цінних паперів, що перебувають в обігу на території сучасної України, а також нового підходу до впорядкування правового регулювання цінних паперів, започаткованого у Цивільному кодексі України, актуальною є проблема їх систематизації. Основа систематизації цінних паперів знайшла своє відображення в Цивільному кодексі України та Законі України „Про цінні

папери та фондовий ринок”. Сучасні наукові та практичні дослідження даної проблеми привели до розроблення низки нових законів, покликаних систематизувати і цінні папери, і їх обіг. Це, зокрема, закони „Про розпорядчі цінні папери”, „Про похідні цінні папери”, „Про приватизаційні цінні папери”. Зазначені документи об’єднані двома основоположними ідеями, а саме: систематизувати на законодавчому рівні цінні папери за групами та видами і законодавчо закріпити та врегулювати обіг відносно нових для України цінних паперів у гармонії із раніше наявними видами. При цьому саме поняття системи цінних паперів, яке часто використовується в економічній літературі, на жаль, не знайшло законодавчого закріплення. Зміст даного поняття не розкривається ні у нормах чинного законодавства, ні у проектах законів. Крім того, поряд із цим поняттям у літературі використовуються словосполучення „ринок цінних паперів”, „класифікація цінних паперів”, у які автори іноді вкладають то різний, то ідентичний зміст [36].

Під системою як такою звичайно розуміють сукупність визначених елементів, між якими присутній закономірний зв’язок або взаємодія. Системою є окремі предмети чи явища реальної дійсності, мислення та пізнання, що складаються із реально виділених частин, об’єднаних у єдине ціле. Систему можуть утворювати окремі тіла, явища, процеси, що вступають між собою у взаємодію, обмінюються енергією, виконують спільну функцію тощо [37, с. 626]. Виходячи зі змісту даного визначення, можна припустити, що система цінних паперів – це сукупність усіх визнаних законодавством видів цінних паперів, об’єднаних у єдине ціле. Кожен з наявних видів цінних паперів, зазвичай, виконує свою, притаманну тільки йому функцію, однак тільки система цінних паперів спроможна забезпечити цілісне функціонування механізму реалізації майнових прав суб’єктів ринку капіталів. Наявність саме системи цінних паперів дає можливість обрати найбільш зручний для конкретних умов спосіб здійснення своїх прав і обов’язків за допомогою цінних паперів. Система цінних паперів розширює можливості щодо практичної реалізації прав власності, зокрема опосередковує передачу прав власності, відступлення права вимоги тощо. Система цінних паперів виконує самостійні функції, зокрема це функція опосередкування руху товарно-матеріальних цінностей, функція перерозподілу та руху капіталів в економіці держави. Здатність до виконання зазначених функцій має саме система цінних паперів у своїй єдності,

і не існує можливості забезпечити виконання цих функцій, обмежившись використанням того чи іншого виду чи групи цінних паперів. Про те, що цінні папери утворюють систему, свідчить той факт, що однакові ознаки можуть бути притаманні різним видам цінних паперів. Наприклад, іменними та на пред'явника можуть бути акції, облигації та інші цінні папери. Окремі види цінних паперів виконують однакові функції, але різними способами, наприклад, казначейські векселі й облигації внутрішніх державних позик.

Відповідно до ст. 2 Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок” фондовий ринок (ринок цінних паперів) – це сукупність учасників фондового ринку та відносин між ними щодо розміщення, обігу обліку цінних паперів і похідних (деривативів). У економічній літературі це поняття має дещо інше визначення. Поняття „ринок цінних паперів” А. Загородній визначає як частину ринку позикових капіталів, де здійснюється емісія, купівля-продаж цінних паперів [38, с. 75]. Як вважають І. Пилипенко, О. Жук ринок цінних паперів є взаємодія, що відбувається на ринках між суб'єктами щодо випущених цінних паперів [39, с. 11]. Наведені визначення ринку цінних паперів не тільки в сукупності чітко відображають зміст даного поняття, але переконливо свідчать про неприпустимість його ототожнення із поняттям „система цінних паперів”.

Дещо складніше розмежувати поняття системи цінних паперів від уявлень про їх класифікацію. Так, у юридичній енциклопедії класифікація (від лат. *classis* – розряд і *facio*, від *facio* – роблю) визначена як система субпідрядних понять (класів об'єктів) тієї чи іншої галузі знань або діяльності людини, що використовується як засіб для встановлення зв'язків між цими поняттями чи класами об'єктів [40, с. 115]. На думку С. Маслової, класифікація цінних паперів – це поділ їх на види за певними ознаками. „Класифікація видів цінних паперів – це поділ цінних паперів на підвиди, які у свою можуть поділятися на дрібніші підвиди” [41, с. 98]. З аналізу наведених визначень можна припустити, що класифікація як така є поділом із метою встановлення зв'язків (схожих рис, окремих характеристик) між окремими елементами об'єкта класифікації. Наприклад, цінні папери поділяються на строкові та безстрокові. За цим критерієм конкретна облигація може бути віднесена як до першого, так і до другого виду, а акція розглядатиметься тільки як безстроковий цінний папір, тобто не зможе бути класифікована за таким критерієм, оскільки не матиме спільної істотної ознаки у даному разі. Отже, можна зробити висновок, що класифікація цінних паперів – це сукупність засобів (критеріїв), за допомогою яких здійснюється поділ усіх наявних видів цінних паперів на підвиди та різновиди з метою виявлення спільних і відмінних ознак між ними. Отже, класифікація має

важливе теоретичне значення для наукового дослідження інституту цінних паперів. Система цінних паперів, запропонована, наприклад, у праці [36], має на меті закласти наукові основи, побудову єдиного чіткого механізму ідентифікації кожного типу цінного папера відповідно до його категорії, групи, виду і має, передусім, практичне значення, оскільки може бути використана на практиці в нормативному регулюванні ринку капіталів. Сам термін „система” (від грецького *systema*) означає ціле, складене із частин; об'єднання, різноманітність елементів, що перебувають у відношенні та зв'язках між собою і утворюють певну цілісність, єдність [42, с. 463]. Із наведеного визначення системи випливає, що при визначенні поняття „система цінних паперів” треба врахувати взаємозв'язок із поняттями „цілісність”, „структурність”, „взаємозв'язок елементів системи”. У даному аспекті актуальною є думка Д. Лук'янца, який, зазначає, що успіх пізнання системного цілого залежить від знання його частин, його складових [43, с. 3]. З урахуванням викладеного доцільно передусім визначитись із принципами системи цінних паперів, які дають можливість правильно відрізнити поняття „система” від поняття „класифікація”. Будь-яка система ґрунтується на принципах цілісності, структурності, ієрархічності, взаємозалежності системи та середовища [42, с. 464]. Розглянемо дані принципи стосовно системи цінних паперів.

Принцип цілісності системи цінних паперів означає принципову несумісність властивостей системи до суми властивостей елементів, які її становлять. Іншими словами, з індивідуальних властивостей цінних паперів як елементів системи не виводяться загальні властивості системи, як це робиться у разі із класифікацією цінних паперів. Принцип цілісності характерний тільки для системи і тим відрізняє систему від класифікації. Принцип цілісності системи цінних паперів вказує також на неприпустимість відокремлення однорідних та об'єднання неоднорідних елементів системи за різноманітними критеріями, як то: за емітентом, за забезпеченістю втіленого у папері права тощо.

Принцип структурності системи цінних паперів вказує на можливість опису системи через визначення її структури, а саме: через виявлення тих взаємозв'язків, які об'єднують елементи системи у види, поділяють їх на типи й об'єднують у групи, утворюючи при цьому єдину одноманітну структуру системи цінних паперів. Елементами структури системи цінних паперів пропонується вважати: поділ цінних паперів на види, типи, класи, виділення категорій та об'єднання видів у групи.

Принцип взаємозалежності системи і середовища відносно системи цінних паперів означає, що система цінних паперів формує і виявляє свої власти-

вості у процесі взаємодії із середовищем, яким для системи цінних паперів є ринок цінних паперів, де здійснюється їх обіг. При цьому саме система цінних паперів є провідним активним компонентом взаємодії із ринком цінних паперів. Це можна пояснити тим, що саме функціональні можливості системи та її елементів визначають ті чи інші можливості ринку, не зважаючи на наявний на останньому попит. Наприклад, свого часу, відповідно до рішення Державної комісії із цінних паперів та фондового ринку від 18.03.2002 р., яке вже скасовано [44, с. 34], відбулися зміни щодо системи цінних паперів у частині заборони обігу векселів на організованому ринку. Такі зміни призвели до втрати організованою частиною ринку цінних паперів відповідного інструменту та спричинили до пошуку учасниками ринку інших компенсуючих попит інструментів у межах тієї самої системи цінних паперів.

Принцип ієрархічності у системі цінних паперів означає, що на відміну від класифікації цінних паперів, їх система складається з елементів, кожний з яких може розглядатись як підсистема і водночас сама система цінних паперів є елементом більш широкої системи. Так, система цінних паперів є елементом системи об'єктів права. А група боргових цінних паперів як елемент самої системи цінних паперів має у своїй підсистемі такі види цінних паперів, як вексель, казначейські зобов'язання, облигації, ощадні (депозитні) сертифікати, кожен з яких у свою чергу поділяється на типи, зокрема, векселі поділяються на прості і переказні. Облигації поділяються на державні облигації України, облигації підприємств, облигації місцевих позик.

З урахуванням викладеного можемо визначити систему цінних паперів як цілісне, структурне, ієрархічне об'єднання всіх передбачених законом видів цінних паперів, що вказує на місце, роль, значення, функції, взаємозв'язки й особливості правового регулювання кожного із них у такому об'єднанні групуванням однорідних видів цінних паперів у групи та індивідуалізації конкретних видів за типами з одночасним визначенням категорій. Наприклад, акції й інвестиційні сертифікати, з огляду на їх основні функції засвідчувати пайову участь у власному капіталі емітента, мають бути об'єднані в групу пайових цінних паперів, що визначає їх індивідуальне місце у системі цінних паперів. Значення такого об'єднання розуміється як можливість застосовувати у деяких випадках єдині правила та норми до видів цінних паперів, об'єднаних у групу.

В Україні ж протягом 2005 – 2008 рр. частка інвестицій в основний капітал коливалася у межах 8 – 11% ВВП, частка заощаджень населення становила 3 – 4%. У 2008 р. обсяг інвестицій зменшився на 2,6% порівняно з 2007 р., при цьому частка прямих іноземних інвестицій в основний капітал в Україні

впродовж останніх 4 років становила 3 – 4%. Наслідком стали „інвестиційний голод” та постійне старіння основного капіталу. Однією з причин неузгодженості процесів формування національних заощаджень та інвестицій є неефективність національної системи трансформації заощаджень у інвестиції та диспропорції в прибутковості видів економічної діяльності. Більшість базових галузей української промисловості були низько прибутковими на тлі високорентабельних фінансового посередництва, торгівлі, зв'язку. Такий перепад у прибутковості відбився у галузевій структурі як у випуску цінних паперів, що торгуються на українському фондовому ринку, так і банківському кредитуванні. Криза 2008 – 2010 рр. продемонструвала невідповідність такої структури спрямування фінансових ресурсів завданню структурної перебудови економіки. Адже поряд із кризою у 2008 – 2009 рр. спостерігається новий етап у розвитку енергетики та електронних технологій. Зокрема йдеться про бурхливий розвиток відновлюваної енергетики (сонячна енергетика, фотоелектроніка), нанотехнологій, які створюють нові можливості у сфері комунікації, комп'ютеризації, автоматизації організації та управління виробництвом. Впровадження нових технологій потребує великого обсягу фінансових ресурсів, отже зростає роль ринку капіталу, здатного акумулювати необхідні обсяги фінансових ресурсів і забезпечити їх ефективне розміщення відповідно до пріоритетів економічного розвитку. Саме успішне відновлення фінансування на основі ринкової дисципліни визнано фахівцями МВФ необхідною умовою раціонального розподілу ресурсів, натомість опора на фінансування за **рахунок** нерозподіленого прибутку означатиме менш ефективний розподіл інвестицій [1, с. 31].

Крім того, інтенсифікація розвитку ринку капіталу дозволить компенсувати обмежені можливості для росту інвестицій за рахунок їх більшої ефективності або прискорення зростання сукупної факторної продуктивності для підтримання потенційних темпів росту. Саме це певною мірою і відбулося після Азійської кризи наприкінці 90-х років ХХ ст., коли країни Східної Азії змогли відновити динамічне зростання незважаючи на зниження рівня інвестицій лишається обмеженим, не дивлячись на нетрадиційні заходи політики, спрямовані на поживлення кредитування кінцевих користувачів. Проте ринки корпоративних облигацій поступово відновилися, що важливо для тих країн, де більшою мірою розвинені механізми ринкового фінансування. Загалом під ринком капіталу або ж фондовим ринком в літературі розуміється сектор грошового ринку, на якому продаються і купуються грошові кошти на тривалий (більше одного року) термін для збільшення маси основного й оборотного капіталів за посередництвом банків,

страхових компаній, інвестиційних і пенсійних фондів, фондів взаємного кредитування [11, с. 125 – 127].

Класичними операціями ринку капіталів є: операції з фондовими інструментами – акціями, середньо- та довгостроковими облігаціями; довгострокові депозити та позички комерційних банків; операції спеціалізованих інвестиційних та фінансових компаній тощо. Зважаючи на структуру вітчизняного ринку капіталу, основну увагу слід приділити двом ключовим його сегментам – фондовому ринку та ринку банківських послуг (частка банківських активів у загальних активах фінансової системи перевищує 90%). До настання світової валютно-фінансової кризи фондовий ринок України активно розвивався. 2008 рік завершив черговий етап його розвитку, що розпочався у 2005 р. Підвищення інвестиційної привабливості країни та активне входження іноземного капіталу на український ринок фінансових послуг позитивно позначились на його біржовому сегменті, який протягом останніх чотирьох років збільшився більше ніж у 5 разів та досяг піку свого розвитку у 2008 р. Індекс ПФТС, загальний обсяг торгів, чисельність учасників ПФТС та кількість цінних паперів у біржовому списку за цей період досягли історичних максимумів. На початку 2008 р. за рівнем капіталізації в абсолютному вимірі (понад 110 млн дол. США) Україна вийшла на 3 місце серед країн, що розвиваються, після Туреччини та Польщі. Капіталізація біржового списку ПФТС за 2004 – 2007 рр. зросла з 96 до 530 млрд грн або з 20 до 80% ВВП (за 2008 р. впала на 67,9% до 181,28 млрд грн) [12].

Структура торгів ПФТС була характерною для фондового ринку країни, що розвивається. Наприкінці 2008 р. у структурному розрізі 15,26% сукупного обсягу торгівлі припадало на ринок акцій, з них

13,01% займав вторинний ринок і лише 2,25% – ринок приватизації. Частка корпоративних облігацій становила 40,30%, а ринку похідних цінних паперів – 43,87% загального обсягу торгів. Протягом 2009 р. біржовий ринок розширився інвестиційними сертифікатами, частка яких склала 0,6% річного обсягу продажу. Примітно, що у 2007 р. пропорція між частками акцій та облігацій підприємств була зворотною (табл. 1), що певною мірою можна пояснити посиленням прагнення інвесторів до мінімізації ризиків та їх страхування шляхом активнішого укладання угод із похідними цінними паперами.

Структура біржового списку Української фондової біржі за видами фінансових інструментів наприкінці 2008 р. була такою: частка облігацій підприємств – 48%, інвестиційних сертифікатів – 47%, похідних цінних паперів – 4% та на акції припадало 1% (табл. 1). За галузевою структурою капіталізації фондовий ринок України характеризувався значною концентрацією: частка добувної промисловості становила 53,3%, сфери послуг – 14,5%, фінансової сфери – 10,5%. Таким чином, серед структурних особливостей торгівлі на вітчизняному фондовому ринку можна відмітити: 1) часті й суттєві зміни співвідношення між часткою в загальному обсязі торгів корпоративних акцій і облігацій, що пов'язано як з динамікою процесів приватизації (перерозподілу власності), так і рівнем ризиків; 2) вкрай малу частку акцій підприємств у біржовому списку; 3) низьку частку інвестиційних сертифікатів у обсязі торгівлі та високу – у біржовому списку; 4) позитивну динаміку розширення ринку похідних цінних паперів.

Незважаючи на швидке зростання кількісних показників, із організаційно-інституційної точки зору вітчизняний фондовий ринок характеризується

Таблиця 1

Структура торгів у розрізі фінансових інструментів за 2005 – 2008 рр.

(% від сукупного обсягу торгівлі) [13, с. 115]

Фінансовий інструмент	2006		2007		2008	
	% від сукупного обсягу торгівлі	% від біржового списку УФБ	% від сукупного обсягу торгівлі	% від біржового списку УФБ	% від сукупного обсягу торгівлі	% від біржового списку УФБ
Акції	46,97	83	67,51	84	15,26	1
Облігації підприємств	52,99	II	17,08	8	40,30	48
Похідні цінні папери	0,05	6	15,41	8	43,87	4
Інвестиційні сертифікати					0,57	47
Усього	100	100	100	100	100	100

Джерело: звіт ПФТС за 2005, 2006, 2007, 2008 роки. [Електронний ресурс].-Режим доступу: pits.com/ukr/.

певною недорозвиненістю – недостатньо на ринку представлені інвестиційні посередники, венчурні, інвестиційні та пенсійні фонди, а також слабким, порівняно із зарубіжними країнами, розвитком страхових компаній (окремі показники їхньої діяльності представлені у табл. 2).

Кількість страховиків за 2005 – 2008 рр. зросла з 398 до 469, а їх активи збільшилися з 20,9 млрд грн до 41,9 млрд грн (2% ВВП), але криза 2008 р. серйозно вдарила по страховому бізнесу в Україні. Вплив фінансової кризи на страховий ринок України був надзвичайно потужним: надходження страхових премій скоротилося більш ніж на 20% порівняно з аналогічним періодом 2008 р., при цьому виплати зросли майже на 10%. Зокрема, падіння страхових

премій у сфері страхування наземного транспорту (автоКАСКО) перевищило 30%, а виплати зросли більш ніж на 10%. Погіршилася ситуація і на ринку страхування життя. Відсутність підтримки з боку регуляторів, різке зменшення платоспроможності населення, втрата довіри до фінансових установ, дискримінаційне законодавство ставить під загрозу існування цього виду страхування в Україні.

Потужним негативним чинником, який впливає на ринок страхування, є неповернення банками компаніям страхових коштів, розміщених на депозитних рахунках, перш за все, тих банків, в яких НБУ введено тимчасову адміністрацію. За експертними оцінками УФУ, станом на кінець квітня 2009 р., сума депозитів, до яких страхові компанії не мають до-

Таблиця 2

Показники діяльності небанківських фінансових установ [13, с. 116]

	31.12.2006		31.12.2007		30.09.2008	
	млн грн	% до ВВП	млн грн	% до ВВП	млн грн	% до ВВП
Страхові компанії						
Загальні активи	23995	1,92	32 213	1,95	37306,8	2,32
Страхові резерви	6014	0,48	8423,3	0,51	9899,2	0,62
Валові страхові премії	13830	1,10	18008,2	1,09	17379,3	1,08
Валові страхові виплати	2 599	0,21	4213	0,26	5080,9	0,32
Недержавні пенсійні фонди						
Загальні активи НПФ	137	0,01	281	0,02	552,1	0,03
Пенсійні внески, у т. ч.	119,7	0,01	234,4	0,01	521	0,03
від фізичних осіб	5,3	0,00	14,0	0,00	23,4	0,00
– від юридичних осіб	109,1	0,01	220,4	0,01	49^5	0,03
від фізичних осіб-підприємців	0,02	0,00	0*04	0,00	0,08	0,00
Пенсійні виплати	4,0	0,00	9,1	0,00	19,6	0,00
Кредитні спілки (КС)						
Загальні активи	3241	0,26	5261	0,32	6278,6	0,39
Обсяг виданих кредитів членам КС на звітну дату	2597	0,21	4 512,3	0,27	5615,7	0,35
Обсяг залучених депозитів членів КС на звітну дату	1927	0,15	345 1,2	0,2 1	4142,4	0,26
Фінансові компанії						
Загальні активи	4825	0,39	3274,6	0,20	3712,1	0,23
Обсяг наданих послуг (вартість фінансового активу, що є предметом договорів)	12225,0	0,98	17972,3	1,09	14406,9	0,90
Ломбарди						
Загальні активи	465	0,04	367,7	0,02	476,0	0,03
Обсяг виданих під заставу майна кредитів, наданих протягом звітного періоду	1315	0,11	1404	0,09	1643,6	0,10

Джерело : Статистичні дані сайту „Фондовий ринок України”. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.fundmarket.com.ua/>

ступу, оцінюється щонайменше в 350 млн грн. Така ситуація веде до нестачі оборотних коштів, зниження ліквідності страхувальників, і як наслідок до затримки виплат відшкодувань, посилюється недовіра до страхових компаній серед населення [13, с. 116].

Кількість недержавних пенсійних фондів упродовж 2005 – 2008 рр. подвоїлася – з 54 до 109, їх активи збільшилися з 46 до 612 млн грн (0,03% ВВП), проте незавершеність пенсійної реформи та обмеженість напрямів прибуткового інвестування коштів (переважна частина коштів НПФ розміщена на депозитах у банках) стримує розвиток НПФ в Україні. Так само незначними щодо ВВП є обсяги активів кредитних спілок (0,39% ВВП) та фінансових компаній (0,23% ВВП). Причиною інституційної нерозвиненості фондового ринку України, на думку вітчизняного фахівця С. І. Архирєєва, є незавершеність процесу інституціоналізації та незрілість інституційних ролей його ключових суб'єктів і функціональних ролей об'єктів. У підсумку виникає „розрив між формальною і реальною інституціоналізацією” [2, с. 48, 53].

Незрілість інституційних ролей емітентів акцій виявляється у вигляді високого рівня опортунізму з боку власників контрольних пакетів акцій і керівників, поширення практики невиплати дивідендів за акціями та виплат їх у край малих розмірах, низькому рівні професіоналізму керівників багатьох акціонерних товариств, слабкості корпоративної культури. Незрілість інституційної ролі інвесторів характеризується переважним прагненням до придбання цінних паперів з метою захоплення власності для здобуття особистих вигод, низьким ступенем готовності багатьох інституційних інвесторів (таких, як інститут спільного інвестування) до роботи з реальними інвестиційними ресурсами, відсутністю умов для розміщення коштів на фондовому ринку населенням.

Фондовий ринок України дотепер залишається ареною перерозподілу власності, що обмежує виконання ним основної функції – забезпечення умов для безперешкодного руху і раціонального розподілу фінансових ресурсів. Така ситуація викривлює процес ціноутворення – на ціну акцій більшою мірою впливає не стільки вартість (прибутковість) активів підприємства, скільки права власності, що надає володіння акціями. Пояснення цього науковці шукають у наявності своєрідної моносонії (або олігопсонії) на ринку акцій окремо взятого емітента, за якої моносоніст – мажоритарний акціонер – має можливість диктувати ціну акцій, які він купує, міноритарним акціонерам. Як наслідок, перший отримує значний трансакційний вигравш, тоді як другі зазнають значних трансакційних витрат і трансакційний вигравш моносоніста на неорганізованому ринку набагато вищий, ніж на організованому. Підсумкові високі трансакційні витрати залучення капіталу через механізм фондового ринку

(низька ліквідність акцій зумовлює необхідність сплати високих дивідендів) зменшує привабливість фондового ринку як джерела залучення фінансових ресурсів. Тому більшість українських підприємств віддає перевагу випуску облігацій, що і зумовлює зазначені вище викривлення у структурі торгівлі цінними паперами.

Отже, до *диспропорцій вітчизняного фондового ринку* слід віднести [14, с. 25]: 1) істотне переважання неорганізованого фондового ринку над організованим і зовнішніх інвесторів над внутрішніми; 2) значний корпоративний контроль на ринку акцій та інвестиційну обмеженість його вторинного сегмента; 3) значну концентрацію ринку (домінування незначної групи емітентів як за обсягами торгівлі, так і показниками капіталізації, насамперед підприємств базових галузей економіки, ПЕК); 4) недооцінку ринком багатьох компаній емітентів внаслідок неповного розкриття інформації про результати їх діяльності та інвестиційні наміри. Зазначені диспропорції обумовили неспроможність вітчизняного фондового ринку в повному обсязі виконувати свої функції як механізму акумулювання і перерозподілу фінансових ресурсів. Відповідно зросла роль банківського сектору як джерела капіталу в економіці України. Проте за сутністю своєї діяльності банки не могли повноцінно відігравати цю роль, зокрема, через залежність термінів надання кредитів від строкової структури депозитів, а також обмеженість ресурсної бази банків заощадженнями населення та переважно коротко- і середньостроковими зовнішніми запозиченнями. Відтак за невпинного поліпшення кількісних показників розвитку банківської системи, її якісні показники демонстрували незадовільну динаміку. Упродовж 2005 – 2008 рр. за збільшення обсягу активів банківської системи з 141,5 млрд. грн до 927 млрд. грн або з 16,7% ВВП до 42,2% ВВП, кредити зросли з 91,2 млрд. грн до 755 млрд. грн (або з 8,6% до 34,6% ВВП), з них частка довгострокових кредитів збільшилася з 49% до 57%, частка інвестиційних кредитів зменшилася з 14 до 12% і майже третина з них припадала на іпотечні кредити. Покриття кредитів депозитами впало з 93% до 48,7%. За необхідності компенсації підвищених ризиків банки кредитували лише високоприбуткові види діяльності (на кінець 2008 р. 35% кредитів було зосереджено у торгівлі, 23% – у переробній промисловості, 15% – у сфері фінансових послуг), при цьому у зазначений період процентні ставки по кредитах не опускалися нижче 12 – 13% [13, с. 118].

Відтак структура банківського кредитування залишалася незадовільною з точки зору необхідності стимулювання інноваційно-інвестиційного розвитку. Крім того, діяльність вітчизняних банків характеризувалася специфічними рисами [13, с. 118]. По-перше,

у більшості країн комерційні банки не відіграють помітної ролі в довгостроковому пенсійному страхуванні, тоді як українські банки активно розвивають власні пенсійні програми, що, з одного боку: робило послуги щодо пенсійних накопичень більш доступними для населення, оскільки великі банки мають необхідні ресурси для їх розвитку (комп'ютерну та інформаційну систему); забезпечувало конкуренцію для страхових і пенсійних фондів, а отже сприяло зниженню цін на їхні послуги. З другого боку, вело до посилення домінування банків на ринку капіталу.

По-друге, практична відсутність небанківських інститутів, недостатня глибина і ліквідність фондового ринку України не створювало належного конкурентного середовища, що обмежувало ефективне ціноутворення на кредитні ресурси і вело до їх завищення. По-третє, вартість ресурсів комерційних банків суттєво залежала від вартості банківських пасивів, насамперед депозитних ставок та темпів інфляції. За розгортання кризових тенденцій та впливу депозитних коштів банки намагалися підвищити вартість обслуговування кредитів, що лише збільшувало хвилю неповернень за позиками. Вчетверте, широкий набір видів діяльності, якими займаються українські банки, створює основу для конфлікту інтересів: банки наполегливо рекомендують власні продукти.

Відтак в Україні поступово сформувалася суперечність між інтересами банків щодо зміцнення їх позицій на ринку і загальноекономічними інтересами держави щодо розвитку ефективного ринку капіталу на основі дії механізму ефективної конкуренції. Зазначена проблема поглиблювалася несумісністю моделей розвитку окремих секторів фінансового ринку. Банківська система розвивалася за європейською (німецькою або континентальною), а фондовий ринок – за американською моделлю [15, с. 9].

Потенційний конфлікт інтересів фінансових посередників посилював інформаційну невизначеність на ринку капіталу та створював негативне коло, коли високий рівень концентрації капіталу банків у поєднанні з універсалізацією їхньої діяльності забезпечували умови для наростання монополістичних тенденцій на вітчизняному ринку капіталу. Монополізація підтримувалася низкою факторів [13, с. 118]: *зовнішніх*: 1) низька прибутковість реального сектору економіки, що робило його довгострокове фінансування досить ризикованим; 2) низька прозорість діяльності більшості підприємств, що стримувало їх вихід на ринок капіталу (насамперед, проведення IPO) і дозволяло залучати лише короткострокові і відносно дорогі ресурси; 3) недоліки нормативно-законодавчої бази, насамперед в частині захисту прав інвесторів та акціонерів; та *внутрішніх*: 1) недостатній рівень капіталізації небанківських установ та організацій;

2) низька якість і конкурентоспроможність фінансових послуг небанківських установ; 3) недосконалість консолідованого нагляду за фінансовими установами; 4) слабкість регулюючої функції НБУ щодо обмеження монополістичних проявів.

У підсумку в Україні сформувався ринок капіталу, де: фондовий ринок – недостатньо ліквідний, інституційно нерозвинений, неструктурований і непрозорий; банківська система – недокапіталізована, з надмірно концентрованим кредитним портфелем, котрий орієнтований на кредитування високопробуктових видів економічної діяльності; страховий ринок – недорозвинений, із низкою проблем.

Таким чином, інтеграцію України у фінансовий ринок країн-членів СНД можна розглянути у наступних вимірах: банківської системи; фондового ринку. Банківська система України являє собою комплекс фінансово-кредитних установ, які належать державі, фізичним особам-резидентам, юридичним особам-резидентам та нерезидентам. Поява іноземних банків може бути спричинена декількома чинниками [16]: супроводження існуючих клієнтів; розвиток власного бізнесу за рахунок більш прибуткових ринків; надання фінансової та технічної допомоги національним банківським системам країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою.

Про суттєвість іноземних інвестицій у фінансовий сектор України може свідчити той факт, що їх загальна доля у ПІІ зросла з 248 млн долл. США (6,4%) у 2000 році до 2,4 млрд (11,4%) у 2006 [17], та понад 12 млрд долл. США (31,6%) у 2010 році. Загальний обсяг ПІІ на 1 квітня 2010 року складав близько 40 млрд долл. США [18].

Значна частка капіталу, що інвестовано в економіку України, надійшла з Російської Федерації. Так, станом на 1 квітня 2010 року з Росії надійшло 2,7 млрд долл. США, найбільша частка яких (64%) – до сфери фінансової діяльності. При цьому пріоритетною формою експансії є поглинання, а не органічний розвиток філій чи стратегічні альянси з місцевими гравцями. Вплив російського капіталу на банківську систему України можна оцінити з табл. 3 [29]. При цьому слід зазначити, що його частка у загальних активах зростала випереджаючими темпами у порівнянні з іншими країнами з 3% у 2007 році до 8% у 2009 та 11% на кінець 2010 року [18].

Щодо інших країн-членів СНД, то їх частка на ринку банківських послуг України становить менш ніж 1%. Серед цих банків істотну частку займає казахський БТА-Банк з 3,8 млрд. грн. активів. Україна, у свою чергу, не має істотного представництва у банківській системі країн-членів СНД та представлена лише невеликою мережею філій кількох провідних банків. Інтеграція України у ринок банківських послуг СНД, а фактично – вихід на український ринок найбільших російських банків, характеризується наступним позитивним впливом на

економіку України: додаткові інвестиції в національну економіку; підвищення якості регуляторної діяльності через незалежне спостереження за процесами, що відбуваються у національній банківській системі [16]; посилення конкуренції, що надає економіці доступ до більш дешевших ресурсів та вищих стандартів обслуговування.

Негативними моментами інтеграції є: зростання залежності нефінансових секторів економіки від іноземних кредитних ресурсів; регулювання банківської системи, пов'язане як зі стратегією іноземних банківських установ на ринку України, так і з можливим політичним тиском на регулятора – якщо акціонером іноземного банку є держава, як у випадку з Сбербанком Росії або ВТБ; незбалансованість інтеграційних

процесів – відсутність зворотної інтеграції України на російський ринок, що зумовлено слабшою позицією українських банків.

Фондовий ринок. Будь-які масштабні економічні перетворення залишаться незавершеними без створення конкурентоспроможного фінансового сектора, здатного мобілізувати та надавати реформованій економіці інвестиційні ресурси. У сучасних умовах розвитку фінансового ринку фондовий ринок займає одне з центральних місць, оскільки він є багатоаспектною соціально-економічною системою, на основі якої функціонує ринкова економіка в цілому. Ринок цінних паперів сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери, структур-

Таблиця 3

Частка банків по активах у банківській системі України на 31.03.2010

Група	Назва банку	Усього активів	Частка ринку
Банки з іноземним капіталом (окрім російських)	Райффайзен Банк Аваль	55,100,385	6%
	Укрсиббанк	46,128,187	5%
	Укрсоцбанк	41,603,497	4%
	ОТП Банк	24,681,819	3%
	Кредитпромбанк	14,234,951	2%
	Банк Форум	14,021,108	1%
	Сведбанк	12,249,752	1%
	Ерсте Банк	9,831,912	1%
	Інг Банк Україна	9,632,938	1%
Усього		282,856,331	30%
Банки з російським капіталом	Промінвестбанк	34,612,855	4%
	ВТБ Банк	33,144,592	4%
	Альфа-банк	26,594,816	3%
	Дочірній Банк Сбербанку Росії	9,924,447	1%
Усього		107,013,682	11%
Банки з українським капіталом	Приватбанк	113,437,222	12%
	Укрексімбанк	73,171,643	8%
	Ощадбанк	59,019,133	6%
	„Надра”	22,907,651	2%
	„Фінанси та кредит”	22,366,786	2%
	Перший укр. міжнародний банк	18,098,370	2%
	Брокбізнесбанк	15,825,643	2%
	Укргазбанк	13,836,982	1%
Усього		552,213,981	59%
Сукупні активи банків		942,083,994	100%

ній перебудові економіки. Успіх економічної реформи в Україні тісно пов'язується з функціональною роботою фондового ринку, аналізом і розробкою її ефективності [19].

Фондовий ринок України ще не є достатньо розвиненим та потребує широких заходів зі вдосконалення. Значно збільшити привабливість вітчизняного фінансового сектора для потенційних інвесторів повинна його міжнародна інтеграція. Інвестори вітатимуть вищі стандарти розкриття інформації, практики розміщення цінних паперів та прозорості торгівлі [20]. На даний момент вітчизняні емітенти при виборі біржі для розміщення власних цінних паперів переважно орієнтуються на Західну Європу, зокрема Лондонську, Варшавську та Франкфуртську біржі (рис. 1).

Як видно з рис. 1, одним із привабливих зарубіжних фондових майданчиків для вітчизняних компаній є Лондонська фондова біржа. Вона активно підтримує спроби компаній із країн СНД та інших країн світу отримати доступ до капіталу, підвищити ліквідність та покращити свій статус на зарубіжних ринках, але у той же час вартість послуг з розміщення досить висока і складає 8 – 10% від його суми. Ще одним перспективним фондовим майданчиком для українських емітентів є Варшавська фондова біржа [21, 22]. Це міжнародний ринок, у лістингу якого перебувають акції крупних компаній Центральної та Східної Європи, а на частку іноземних інвесторів припадає 47% від загального обсягу торгів. Серед плюсів Варшавської біржі – лояльні корпоративні вимоги до емітентів та дешева вартість виходу на ринок: проведення ІРО тут коштуватиме компанії 4 – 6% від залученої суми. Ціни на послуги щодо розміщення на Франкфуртській біржі також нижчі, ніж на Лондонській, і складають 6 – 7% [23]. Цей майданчик привабливий для невеликих та середніх компаній, що орієнтують свій бізнес на Європу. Щодо Нью-Йоркської та Гонконгської бірж слід зазначити, що розміщення акцій вітчизняних

емітентів на них найближчим часом мало ймовірно через наявність великих обмежень [24].

Отже, серйозними бар'єрами для здійснення ІРО на західних майданчиках є висока вартість лістингу та можлива нестабільність цін на акції. З огляду на це, виникає необхідність пошуку альтернативних місць для розміщення цінних паперів. У цьому контексті, особливу увагу доцільно звернути на фондові ринки країн СНД, потенціал яких ще розкрито в неповній мірі. Зокрема за оцінками експертів лише на російський фондовий ринок припадає 60% обсягу організованих торгів СНД та країн Східної Європи [25, с. 5]. Особливу уваги на країни СНД слід звернути також і тому, що результати проведеного аналізу з визначення найперспективніших напрямків реалізації Концепції міжрегіонального та прикордонного співробітництва держав-учасниць Співдружності Незалежних Держав показали, що ринок фінансових послуг є найбільш пріоритетною сферою співпраці України з країнами СНД.

Можна виділити три можливі вектора розвитку фондових ринків у країнах СНД.

1. В умовах сучасної тенденції взаємодії бірж як в розвинених, так і країнах, що розвиваються, торговельні майданчики на пострадянському просторі йдуть в напрямку співробітництва. Перший вектор розвитку виявляється двоюко. З одного боку, біржі в рамках СНД перебувають у стадії пошуку стратегічних партнерів. Національні фондові ринки зацікавлені у співпраці з більш розвиненими біржами (наприклад, проведення ІРО), тим самим виявляється їх орієнтація на регіональні та світові ринки. З іншого боку, пострадянський простір стає сферою інтересів закордонних бірж, стратегія розвитку яких спрямована на розширення географії діяльності та налагодженні стратегічного партнерства з біржами країн СНД.

2. Другий вектор передбачає орієнтацію на національний ринок без взаємодії із зарубіжними ринками.

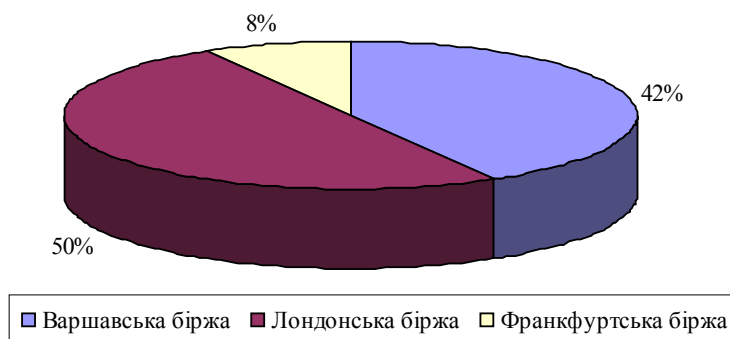


Рис. 1. Структура розміщень цінних паперів українських емітентів на Європейських майданчиках у 2005 – 2010 роках (за кількістю угод)

3. Третій вектор характеризується співпрацею фондових ринків на пострадянському просторі. Економічна взаємозалежність країн СНД викликає інтерес і необхідність у взаємодії учасників фондового ринку Співдружності [24].

Попри наявні вигоди з розвитку на співпраці фондових ринків країн СНД, активність тут, як і в банківській сфері, проявляє лише Російська Федерація. Так, було затверджено стратегію розвитку фінансового ринку до 2020 року, яка окрім планів з удосконалення регулювання фондового ринку спрямована й на створення самостійного фінансового центру для задоволення потреб внутрішніх і зовнішніх інвесторів. Прийняття цієї програми та задача створення в Росії глобального фінансового центру сприяла зростанню наукових праць, присвячених цій проблемі. Так, Я. М. Іркін [26] пропонує проводити активну, наступальну політику: не чекати двосторонніх урядових договорів, а відкрити російський ринок у односторонньому порядку для капіталів та емітентів країн СНД, признати ліцензії професійних учасників ринку цінних паперів, що були видані в інших країнах СНД, сприяти гармонізації законодавства, брати участь у власності на торговельні системи та розрахунково-клірингові організації країн СНД.

Як можна побачити з річного звіту Української біржі [27], процес інтеграції українського ринку фінансових послуг до ринків країн СНД вже розпочався. З табл. 4 та 5 видно, що філії російських торговців займають провідні місця за обсягами торгів на українських фондових майданчиках як на спотовому ринку (торгівля акціями), так і на ринку похідних фінансових інструментів (ф'ючерс на індекс Української біржі).

Статус лідерів з надання брокерських та аналітичних послуг, послуг з управління активами та інших послуг, пов'язаних з фондовим ринком надає російським гравцям суттєві важелі впливу на динаміку українських фінансових інструментів, наприклад, виступаючи маркет-мейкерами. Основною функцією Маркет-мейкерів є підтримання двосторонніх котирувань на купівлю чи продаж цінних паперів, а в рамках тристороннього договору – також і надання послуг емітенту по включенню і підтримці цінних паперів у котирувальному списку [28].

Окрім провідної ролі у торгівлі цінними паперами, іноземні інвестори мають суттєвий вплив на фондову інфраструктуру. Так, РТС приймала участь у створенні та володіє частковою провідною на даний момент Української біржі, ММВБ придбала 50%+1 акцію додаткової емісії ПФТС (УБ та ПФТС є провідними біржами України по обсягах торгів акціями, облігаціями, похідними інструментами). Ще одним іноземним гравцем мала можливість стати Варшавська фондова біржа, проте, зупинилась після придбання 25% фондової біржі Іннекс у 2008 році.

Проте, на даному етапі розвитку українського фондового ринку, участь досвідчених гравців біржового ринку Російської Федерації буде корисною для модернізації біржової торгівлі України [29]. На базі статистичних даних, наданих Виконавчим комітетом СНД, які характеризують стан фондових ринків держав протягом 2009 року було розраховано таксономічний показник рівня їх розвитку для визначення найбільш перспективного ринку для співпраці. Вихідні дані для розрахунків представлені у табл. 6.

Розраховані на основі наведених у табл. 6 даних інтегральні показники проілюстровано на рис. 2.

З рис. 2 видно, що найбільшим рівнем розвитку характеризуються фондові ринки Російської Федерації, Казахстану і України.

Фондовий ринок Російської Федерації розвинутий на 52,6% від потенційно можливого рівня. Фінансова криза завершилася наприкінці 2008 – на початку 2009 року, протягом 2009 року ринок поступово відновлювався після глибокого падіння і компенсував більшу частину втрат минулого року. Тим не менш за багатьма основними показниками російський ринок цінних паперів ще далекий від свого докризового рівня. Капіталізація ринку акцій за рік збільшилась на 104% і становила 0,76 трлн. дол. Традиційно висока концентрація капіталізації ринку акцій російських компаній не змінилася: на долю десяти найбільш капіталізованих компаній припадає близько 65% капіталізації. У галузевому розрізі, як і раніше, 50% капіталізації належить до сектору добування та переробки нафти і газу. Кількість емітентів акцій, представлених на внутрішньому і зовнішньому ринку, має незначну тенденцію до зростання і склало за підсумками року близько 330 компаній. Провідними фондовими біржами є ФБ ММВБ і РТС. Кількість діючих ліцензій професійних ринкових посередників протягом 2009 року зменшилась на 7,9%, а депозитарних ліцензій – на 4,2% [30; 31; 32].

Рівень розвитку фондового ринку Республіки Казахстан становить 39,8%. У 2009 році заходи з його регулювання були спрямовані на подальше укріплення фінансової стійкості професійних учасників ринку цінних паперів, зниження ризиків, пов'язаних зі здійсненням діяльності на фондовому ринку, забезпеченням захисту прав та інтересів споживачів фінансових послуг та інвесторів, а також підвищення привабливості національного ринку для національних і закордонних емітентів та інвесторів. Капіталізація ринку акцій за рік збільшилась на 84% і становила 0,057 трлн. дол. Кількість емісій зменшилась на 0,68% [33; 34; 35].

Таким чином, гідною альтернативою європейським фондовим ринкам є ринки країн СНД, зокрема Росії і Казахстану. Перевагою інтеграції є те, що країни, зацікавлені у ній, шляхом співпраці, обміну інформацією та взаємодопомоги і розробки спіль-

Таблиця 4

Рейтинг учасників фондового ринку (спот) [18]

Місце	Код	Найменування	Країна
1	DRAGN	Драгон Капітал	
2	TROYM	Тройка Диалог Украина	Російська федерація
3	ARTCP	ИФК АРТ Капітал	
4	FENIX	ФЕНИКС КАПИТАЛ	
5	PRINV	Проспект Инвестментс	
6	ASTRM	АСТРУМ КАПИТАЛ	
7	EAVEX	ИВЕКС КАПИТАЛ	
8	SPECS	БРОКЕРСКИЙ ДОМ „ОТКРЫТИЕ”	Російська федерація
9	ALPHA	Альфа Капітал	Російська федерація
10	GFORT	Гайнсфорт-онлайн	

Таблиця 5

Рейтинг учасників строкового ринку (похідні фінансові інструменти) [18]

Місце	Код	Найменування	Країна
1	TROYM	Тройка Диалог Украина	Російська федерація
2	SPECS	БРОКЕРСКИЙ ДОМ ОТКРЫТИЕ"	Російська федерація
3	ASTRM	АСТРУМ КАПИТАЛ	
4	PRINV	ИК Проспект Инвестментс	
5	DRAGN	Драгон Капітал	
6	CITYB	Сити брок	
7	GFORT	Гайнсфорт-онлайн	
8	UKRNT	ФК Укранет	
9	INVST	И-НВЕСТ	
10	BGCAP	БГ КАПИТАЛ	Грузія

Таблиця 6

Показники, що характеризують стан фондового ринку окремих країн СНД [29]

Держави – учасники СНД	Показник					
	Капіталізація ринку акцій, тис. дол. США на 01.01.10 р.	Кількість емісій цінних паперів	Обсяг фактично розміщених цінних паперів за ціною розміщення, тис. дол. США	Кількість інституційних інвесторів	Розмір активів інституційних інвесторів, тис. дол. США	Кількість організацій, що здійснюють певний вид професійної діяльності на ринку цінних паперів
Вірменія	141000,00	21,00	94972,00	69,00	3795814,00	80,00
Білорусь	1500000,00	4579,00	17100000,00	74,00	0,00	198,00
Казахстан	57310000,00	2773,00	35480000,00	399,00	28330000,00	177,00
Киргизька Республіка	1328000,00	96,00	171077,00	9,00	981,00	108,00
Молдова	362000,00	133,00	52365,00	0,00	0,00	42,00
Російська Федерація	76000000,00	8971,00	4450314,00	1876,00	51441,10	4048,00
Україна	17153000,00	795,00	21017000,00	1274,00	8274280,00	1803,00

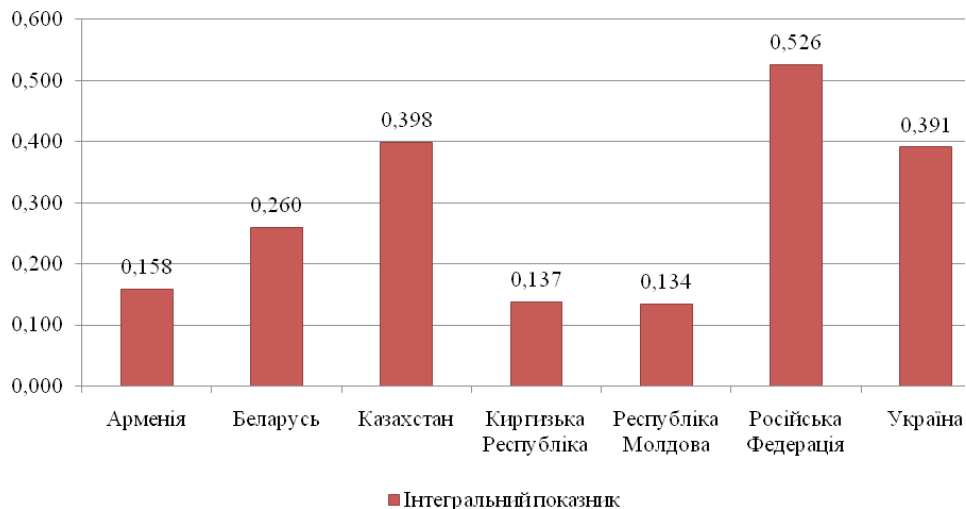


Рис. 2. Інтегральний показник рівня розвитку фондових ринків країн СНД [29]

них стандартів можуть подолати багато існуючих у них проблем. Наприклад, стандартизація розкриття інформації та практики розміщення цінних паперів на основі найкращого світового досвіду допоможе збільшити впевненість інвесторів, що, у свою чергу, прискорить зростання фінансових ринків.

Виправлення зазначених вад ринку капіталу в Україні потребує як поліпшення загальноекономічних умов (структурної перебудови економіки, вдосконалення законодавчо-нормативної бази, поліпшення процесу розкриття інформації на основі загальносвітових стандартів), так і активізації участі держави у створенні передумов для ефективного спрацювання ринкових механізмів, у підтримці або безпосередньому створенні інститутів ринку за принципами та стандартами, прийнятими в ЄС. **Процес розвитку ринку капіталу має відбуватися за такими основними напрямками [13]:** узгодження темпів розвитку фінансового і реального секторів економіки; проведення фундаментальної реформи чинної системи фінансового регулювання і контролю (насамперед, для попередження кризових ситуацій), вдосконалення механізмів підтримки НБУ фінансових інститутів у частині надання ліквідності й компенсаційного фінансування. **Першочергової уваги потребують наступні підсистеми ринку капіталу [13]:** а) система корпоративного управління; б) система фінансової звітності; в) система оцінки й управління ризиками (зокрема, поширюється думка про невідворотність перегляду окремих норм Базеля-2); г) нагляд і регулювання за тими установами і інститутами ринку, які здійснюють роботу по перенесенню ризиків. **Участь держави у формуванні конкурентного ринку капіталу має базуватися на двох головних регулюючих процесах [13]:** управління конкуренцією між цінними паперами шляхом поширення альтернативних

фінансових інструментів, що пропонуються урядом, банками, небанківськими фінансовими організаціями та установами; управління конкуренцією на кредитному ринку за рахунок становлення небанківських кредитних інститутів, розширення переліку інвестиційних інструментів і фінансових послуг, розвиток альтернативних систем кредиту, що полегшить вибір для індивідуальних інвесторів між послугами банківських і небанківських інститутів. Таким чином, ключова роль у регулюванні ринку капіталу на поточному етапі, за оцінками експертів, має належати НБУ і полягати в такому: 1) встановленні пруденційних правил формування нормативно-законодавчої бази; 2) розбудові інфраструктури ринку капіталу; 3) ліцензуванні та нагляді за функціонуванням учасників ринку капіталу; 4) проведенні перевірок фінансових інституцій; 5) стягуванні штрафів і застосуванні санкцій за недотримання основних правил, що регламентують проведення операцій; 6) зборі, обробці й аналізі інформації для оцінки ситуації та інформуванні суспільства щодо стану ринку капіталу. Організація нагляду НБУ за функціонуванням ринку капіталу як складової фінансового ринку має будуватися за принципом, що усі види фінансових ризиків та інші фінансові процеси і явища є предметом правил, однакових для всіх сегментів фінансового ринку. Це необхідно для обмеження масштабів регуляторного арбітражу. Водночас за максимально можливої уніфікації правил для всіх секторів фінансового ринку, НБУ має врахувати специфічні особливості кожного із сегментів.

При вирішенні проблеми узгодження моделі розвитку банківської системи та фондового ринку слід виходити з того, що у перспективі ринок капіталу повинен стати основним джерелом довгострокових ресурсів, хоча на поточному етапі розвитку ключову роль відіграватиме банківська система. Дотепер в

Україні розвивалася модель розвитку банківського сектору, котра базувалася на універсалізації банківської діяльності та стримувала ефективний розвиток спеціалізованих установ (насамперед, інвестиційних і регіональних банків). Криза виявила природні межі фінансових конгломератів. Зокрема, модель універсального банку, котра поєднує страхову, інвестиційну, роздрібну складову, виявилася не спроможною протистояти кризовим впливам. Тому тенденція до загальної примітивізації фінансових інститутів, і частково фінансових інструментів є неминучою. Так само невідворотною є хвиля злиття і поглинань, що зумовить формування великих фінансових конгломератів, зокрема на транснаціональному рівні. Зважаючи, що в умовах недостатньої капіталізації ринків країн, які розвиваються, універсальні банки все ще матимуть достатній потенціал зростання ефективності і/або маси прибутку, можна припустити, що в Україні певний час збережеться тенденція до універсалізації банківської діяльності, що вимагає: 1) підтримки стабільності банківської системи; 2) чіткого врегулювання відносин власності між банками та інвестиційними компаніями. Наприклад, в Ізраїлі запроваджено норму, за якою банки не повинні володіти більш ніж 5% капіталу інвестиційної компанії. У рекомендаціях щодо розвитку ринку капіталу в Ізраїлі зазначається про необхідність заборони банкам – андерайтерам впливати на ціноутворення, якщо вони є кредиторами компанії, що випускає акції, обмеження ринкової частки покупця цінних паперів 20% (із врахуванням частки компанії, якими він управляє); 3) введення ліцензування фінансових і пенсійних продуктів (випуск цінних паперів, здійснення банківських розрахунків, надання послуг фондами взаємодопомоги, страхування життя та пенсій).

Відокремлення інвестиційних фондів від банків необхідно для послаблення конфлікту інтересів між окремими учасниками ринку капіталу, децентралізації фінансового менеджменту і посилення конкуренції. Тим часом, численні проблеми банківського сектору вимагають спрямування зусиль органів державного управління на пошук і використання незадіяних джерел фінансових ресурсів з метою капіталізації, відновлення довгострокового кредитування, підтримання ліквідності банківської системи та своєчасної сплати зовнішніх боргів. До фінансових ресурсів, які можуть бути використані як потенційне джерело середньо- і довгострокових пасивів банківської системи слід віднести: *кошти, вилучені населенням з банківської системи; кошти державного бюджету; надмірні вкладення в іноземні активи компаній і банків, що у такий спосіб хеджують валютні ризики за недостатнього розвитку строкового валютного ринку; кошти в накопичувальній пенсійній системі.*

Їх вивільнення нерозривно пов'язане із задіянням інституційних „ресурсів” [13, с. 120 – 121]. До

цих ресурсів відноситься нереалізований потенціал організаційно-інституційного розвитку ринку капіталу, а саме: 1) *ринку корпоративних облігацій, що з початком тенденції до стабілізації потенційно здатний стати інструментом перетворення „коротких вкладень” банків у „довгі позики” компаній;* 2) *ринку синдикуваного кредитування, що здатний стати інструментом акумуляції ресурсів невеликих вітчизняних банків-кредиторів для фінансування значних позик;* 3) *ринку міжбанківського кредиту, що дозволяє знизити потреби банків у накопиченні непрацюючих ліквідних активів і використати вивільнені засоби для розширення кредитної пропозиції;* 4) *ринку кредитування операцій по злиттю і поглинанню в банківському секторі, що потенційно здатний стимулювати процеси рекапіталізації;* 5) *строковий валютний ринок дозволяє хеджувати валютні ризики і тим самим збільшувати вкладення банків у гривневі активи.*

Вивільнення і спрямування зазначених ресурсів на вирішення проблем банківського сектору має підкорюватися завданню *нароцування довгострокових ресурсів банківської системи, що потребує заходів за такими напрямками:* 1) розвитку механізмів рефінансування (передусім, довгострокового), збереження нульової норми резервування за довгостроковими зобов'язаннями банків; 2) активний розвиток фінансових інструментів, котрі дозволяють реалізувати державні інвестиційні програми (інфраструктурні облігації) та механізми рефінансування цих облігацій; 3) забезпечення рівності доступу до рефінансування всіх банків, незалежно від їх розміру; 4) доповнення механізму довгострокового рефінансування обмеженнями на використання наданих коштів з метою виключення істотних інфляційних наслідків, а саме: надання рефінансування комерційним банкам під заставу векселів платоспроможних підприємств реального сектору економіки, насамперед, тих секторів, які здатні стати основою нового технологічного устрою; рефінансування валютних кредитів, виданих українськими банками українським компаніям на купівлю імпортованих технологій або обладнання; рефінансування частини валютних кредитів, виданих українськими банками фізичним особам, за умови використання наданих коштів на цілі капіталізації; рефінансування експортних кредитів, наданих вітчизняними банками.

Запорукою успішності державних заходів є дотримання наступних принципів: 1) передбачуваність на основі використання міжнародних стандартів за визнання можливості відхилення від них відповідно до національних особливостей; 2) узгодженість між стратегією та практикою регулювання, тобто державні заходи мають здійснюватися у руслі загальної стратегії, але адекватно поточній ситуації; 3) інформаційна відкритість та публічна зрозумілість, що базуються на регулярному оприлюдненні інформації; 4) коор-

динування дій усіх органів державного управління і законодавчої влади, що мають повноваження у сфері регулювання ринку капіталу. Це дозволить вдосконалити законодавчу базу у напрямі створення кращих умов для ведення інвестиційного бізнесу; співробітництво з асоціаціями професійних дилерів у частині запровадження внутрішніх систем регулювання і корпоративної практики; постійне вдосконалення систем ризик–менеджменту та кризового менеджменту; тісне співробітництво з іншими державами СНД, що дозволить підтримати баланс між внутрішнім та зовнішнім наглядом за функціонуванням ринку капіталу.

Реалізація регулюючих заходів за наведеними напрямами та принципами дозволить забезпечити: 1) ефективний нагляд і регулювання ринку капіталу на основі загального принципу розподілу ресурсів адекватно розподілу ризиків; 2) коректну оцінку ризикованості та дохідності окремих фінансових інструментів; 3) стабільність фінансової системи за упередження кризових ситуацій; 4) захист прав споживачів та інвесторів шляхом впровадження європейських законів, організації і впровадження професійних кодексів діяльності; 5) захист фінансового ринку від проявів корупції та запобігання тіншовим схемам виведення капіталу з країни на основі використання системи відстеження, попередження і недопущення незаконних операцій; 6) забезпечення дисципліни на ринку на основі підтримання його прозорості; 7) забезпечення міжнародної кооперації з метою імплементації регуляторних норм, прийнятих в ЄС у співпраці з європейськими наглядовими органами; 8) підвищення кваліфікації та рівня професіоналізму учасників ринку капіталу.

Таким чином, на думку експертів, система антикризових заходів набуде нової якості: пріоритетним завданням стане не просто виживання в умовах кризи, а й якісне оновлення ринку капіталу, а на основі інтеграції стратегій розвитку банківського сектору і ринків цінних паперів країн-учасниць СНД буде отримано синергічний ефект, який стане основою створення потужного ринку капіталу України.

Література

1. **Перспективи** розвитку мировой экономики // Апрель 2009 World economic outlook (International Monetary Fund). Russian // Перспективы развития мировой экономики – [Washington, D.C.]: Междунар. Валют. Фонд, 1980–v. – 217 с. 2. **Архієреєв С. І.** Посттрансформаційна ринкова економіка: інституціоналізація фондового ринку / С. І. Архієреєв, Я. В. Зінченко // Економічна теорія. – 2006. – № 3. – С. 43 – 54. 3. **Барановський О.** Антикризові заходи урядів і центральних банків зарубіжних країн / О. Барановський // Вісник НБУ. – 2009. – № 4. – С. 8 – 19. 4. **Беленький П.** Розвиток системи фінансових посередників України

в умовах посилення глобалізаційних процесів / П. Беленький, О. Другов // Вісник НБУ. – 2007. – № 12. – С. 30 – 33. 5. **Дорошенко І.** Теоретико-методологічні основи концепції розвитку фінансових ринків в умовах глобальної кризи / І. Дорошенко, О. Делі // Банківська справа. – 2009. – № 3. – С. 20 – 31. 6. **Захарін С.** Заощадження та інвестиції в корпоративному секторі України в контексті макроекономічного розвитку / С. Захарін // Економіка України. – 2009. – № 5. – С. 36 – 45. 7. **Корнєєв В. В.** Еволюція і перспективи фінансового ринку України / В. В. Корнєєв // Економіка України. – 2007. – № 9. – С. 21 – 29. 8. **Люттий І. О.** Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України / І. О. Люттий, В. І. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 5. – С. 21 – 31. 9. **Науменкова С. В.** Проблеми подолання негативного впливу глобальних диспропорцій та формування нового геофінансового механізму / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – № 3. – С. 3 – 36. 10. **Ляшенко В. І.** Фондові індекси зарубіжних ринків / В. І. Ляшенко, К. В. Павлов. – М. : Магістр, 2007. – 507 с. 11. **Гроші та кредит: підруч.** [4 вид., перероб. і доп.] / М. І. Савлук, А. М. Мороз, І. М. Лазепко [та ін.] – К. КНЕУ, 2006. – 744 с. 12. **Звіти ПФТС** [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.pfts.com/ukr/> 13. **Белінська Я. В.** Український ринок капіталу: стан, проблеми, шляхи розвитку / Я. В. Белінська, О. І. Дудар // Стратегічні пріоритети. – 2009. – № 4. – С. 113 – 122. 14. **Корнєєв В. В.** Еволюція і перспективи фінансового ринку України / В. В. Корнєєв // Економіка України. – 2007. – № 9. – С. 21 – 29. Шаров О. Концептуальні засади створення конкурентоспроможного ринку фінансових послуг / О. Шаров // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 7 – 8. – С. 9 – 13. 15. **Степаненко А.** Вплив іноземних фінансово-кредитних установ на національну банківську систему / А. Степаненко, І. Чмара // Економіка України. – 2011. – № 2. – С. 60 – 67. 16. **Саблук П.** Процеси міжнародного руху капіталів та участь у них України / П. Саблук, К. Приб // Економіка України. – 2008. – № 8. – С. 56 – 68. 17. **Шумская С. С.** Российский капитал в банковской системе Украины: динамика развития и сферы интересов / С. С. Шумская // Экономическая теория. – 2010. – № 4. – С. 58 – 73. 18. **Лебедько С.** „Финансовая охота” за большими деньгами / С. Лебедько // Деловой вестник. – 2008. – № 4. – С. 15 – 21. 19. **Ясінська Т. В.** Особливості залучення капіталу шляхом першого публічного розміщення акцій на іноземних фондових ринках / Т. В. Ясінська, І. С. Процик // Науковий вісник НЛТУ України [Електронний ресурс]. – 2009. – Вип. 19.11. – Режим доступу : http://www.nbu.gov.ua/portal/chem_biol/nvnlntu/19_11/135_Jasinska_19_11.pdf 20. **Осноvy** внешнеэкономических знаний: Словарь-справоч-

ник. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Высшая школа, 2005. – 480 с. 21. **Пебро М.** Международные экономические, валютные и финансовые отношения / М. Пебро / Пер. с франц. – М. : Прогресс; Универс, 2004. – 220 с. 22. **Рынок IPO:** Лондон, Франкфурт, Варшава... [Электрон. ресурс]. – Режим доступа : http://www.prostobiz.ua/biznes/razvitie_biznesa/stati/gynok_ipo_london_frankfurt_varshava 23. **Гриняев С.** Основные векторы развития фондовых рынков стран СНГ [Электронный ресурс] / С. Гриняев // Центр стратегических оценок и прогнозов. – Режим доступа до журн. : <http://www.csef.ru/studies/economics/projects/markets/articles/772/> 24. **Андреанов В. Д.** Россия: экономический и инвестиционный потенциал / В. Д. Андреанов. – М. : Экономика, 2009. – 520 с. 25. **Миркин Я. М.** Интеграция финансовых рынков СНГ: механизм ускорения [Электронный ресурс] / Я. М. Миркин // Режим доступа до журн. : www.mirkin.ru/docs/articles06-001.pdf 26. **Итоги торгов за 2010 год** [Электронный ресурс]. – Режим доступа до журн. : <http://fs.ux.ua/f/542/review-2010.pdf> 27. **Маркет-мейкеры** [Электронный ресурс]. – Режим доступа до журн. : <http://www.rts.ru/s836> 28. **Шелудько Н. М.** Финансові ринки України і Росії: уроки кризи та перспективи розвитку / Н. М. Шелудько // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 3. – С. 7 – 26. 29. **Луценко С. П.** IPO – пріоритет для більшості українських компаній / С. П. Луценко [Електрон. ресурс]. – Режим доступа : http://www.confcontact.com/20101008/4_lucenko.htm 30. **Международные экономические отношения:** учебник пособие / под редакцией И. П. Фалинско-го. – Изд. „Юрист”, 2006. – 345 с. 31. **О состоянии рынка ценных бумаг в государствах – участниках СНГ** [Электрон. ресурс]. – Режим доступа: <http://cis.minsk.by/main.aspx?uid=13644> 32. **Межрегиональное и приграничное сотрудничество государств – участников СНГ (2009 год)** [Электрон. ресурс]. – Режим доступа : <http://www.cis.minsk.by/main.aspx?uid=13210> 33. **Мельничук Л.** Начало истории украинских IPO. Взгляд из Лондона / Л. Мельничук // Зеркало недели. – 2006. – № 22. – С. 10 – 13. 34. **У 2010 році** обсяг залученого капіталу в рамках IPO перевершить рекордний результат, досягнутий у 2007 році [Електрон. ресурс]. – Режим доступа: <http://www.epravda.com.ua/press/2010/12/9/261378/> 35. **Мирославський С.** Щодо поняття системи цінних паперів / С. Мирославський // Підприємництво, господарство і право, 2011. – № 8. – С. 55 – 57. 36. **Філософський** словник. – К., 1986. – 800 с. 37. **Загородній А. Г.** Цінні папери: Фондовий ринок / Загородній А. – Л., 2000. – 168 с. 39. **Пилипенко І. І.** Цінні папери в Україні / Пилипенко І. І. – К., 2001. – 305 с. 40. **Юридична** енциклопедія: в 6 т. – К., 2001. – Т. 3. – 792 с. 41. **Маслова С. О.** Економіко-правова природа цінних паперів в Україні: Фінансовий ринок / Маслова С. О. – К., 2002. – 304 с. 42. **Большая**

советская энциклопедия. – М., 1976. – Т. 23. – 639 с. 43. **Лук’янець Д.** Про структуру системи права / Лук’янець Д. // Підприємництво, господарство і право. – 2002. – № 12. – С. 3 – 8. 44. **Винокуров Д.** Вексель та вексельний обіг / Винокуров Д. – Х., 2005. – 376 с.

Ляшенко С. В. Формування ринку капіталу в Україні і шляхи його взаємодії з країнами Співдружності незалежних держав (СНД)

Проблема фінансового ринку і ринку капіталів в Україні існує із-за потреби реального сектора в розширеному фінансуванні. До 2008 р. ринок капіталу був у стадії його активного формування: банки, страхові компанії, фондова біржа збільшили активи і фінансову стабільність. Проте, ці удосконалення не супроводжувало адекватне перетворення реальної економіки, яка приводила до конфліктів в процесах збереження і вкладення засобів.

Ключові слова: ринок капіталу, кооперація, фінансова стабільність, інвестуючи процес.

Ляшенко С. В. Формирование рынка капитала в Украине и пути его взаимодействия со странами Содружества независимых государств (СНГ)

Проблема финансового рынка и рынка капиталов в Украине существует из-за потребности реального сектора в расширенном финансировании. До 2008 г. рынок капитала был в стадии его активного образования: банки, страховые компании, фондовая биржа увеличили активы и финансовую стабильность. Однако, эти усовершенствования не сопровождало адекватное преобразование реальной экономики, которая приводила к конфликтам в процессах сохранения и вложения средств.

Ключевые слова: рынок капитала, кооперація, финансовая стабильность, инвестируя процесс.

Lyashenko S. V. The Formation of the Ukrainian Capital Market and Ways of Cooperation with the Countries of the Commonwealth of Independent States (CIS)

The problem of financial and capital market in Ukraine is relevant because of the need of real sector in extended financing. Before the 2008 capital market was in a stage of its active formation: banks, insurance companies, pension funds, stock market increased assets and financial stability. However, these improvements were not accompanied by an adequate transformation of the real economy, which led to conflicts in the saving and investing processes.

Key words: capital market, cooperation, financial stability, investing process.

Стаття надійшла до редакції 10.03.2014
Прийнято до друку 25.06.2014